

内容

M&Aの増加	3
会社のライフサイクルと売却時期	3
中小企業のM&A 売り手・買い手の理由	5
各手法のメリット・デメリット	6
1年以上はザラです。	8
株式譲渡がとても有利	10
買い手にとってのM&A	11
仲介会社の役割	12
M&Aの相手を自分で探す場合の注意点	14
M&Aで売却できない業績悪化会社の廃業のタイミング	15
中小企業の企業価値評価法	16
業評価方法-純資産法	17
DCF法	18
M&A 交渉に必要な態度	18
売り手の情報開示及びその準備	20
M&Aの秘密保持	22
M&Aにおける個人保証	23
M&A 株主分散について	24
M&Aの従業員待遇	24
M&A 従業員に告知のタイミング	25
M&A 基本合意書	26
M&A デューデリジェンス①	28
M&A デューデリジェンス②	29
M&A デューデリジェンス③	30
M&A 最終契約書	31
M&A クロージング	32
M&A 資金調達の方法	33
M&A LBO	34
M&A MBO	36
M&A ディールの失敗と統合作業	37
M&A 統合作業に必要な観点	38
M&A コミュニケーションの重要性	38
M&A パーチェス・プライス・アロケーション	39

M&A	セルサイドデューデリジェンス	40
-----	----------------------	----

M&Aの増加

M&Aは2000年以降、急速に増加しています。このようにM&Aが増加した背景としてはまず、制度的要因があります。ひとつは持株会社の解禁、株式移転・株式交換制度の創設という法制度の変更です。

1997年に独占禁止法改正によって、純粋持株会社が解禁となりました。純粋持株会社とは、事業を行わず、グループ会社の株式のみを保有する会社です。企業グループの頭として戦略を決定し、実行し、傘下にある子会社等を監督します。具体的には「みずほフィナンシャルグループ」「JFEホールディングス」「阪急阪神ホールディングス」等です。多数の関連事業と関連会社を有する公開会社にとっては大きく、このような純粋持株会社のニーズは、大きく実際に多くの純粋持株会社ができました。この純粋持株会社を作るためには、旧株主の株式を新会社へ移転する必要がありますが、これを低コストで可能にしたのが株式移転制度です。これにより100%親子関係のある親会社が新たに作成され、旧株主はその親会社の株主となります。こうした制度改革はM&Aを増加させた要因の一つです。

また、株式交換制度は2つの会社を資金的負担を最小にして、親子会社関係を作ることができます。子会社の旧株主には、親会社の株式が交付されます。従いまして、買収に多額のお金が必要ではありません。これもM&Aを増加させた制度的要因の一つです。

更に、簡易的な組織再編が認められたり、組織再編に関する税法の取扱いが明確になったことや会計基準が整備されたことも大きな理由の一つです。

また、会社法が施行されて、更に組織再編が容易になりました。ひとつは対価の柔軟化です。従来は、吸収合併や株式交換の際には、株式を交付しておりましたが、株式ではなく現金等の財産を交付することもできるようになりました。また、三角合併もみとめられるようになりました（子会社が他の会社を吸収合併する場合に、親会社の株式を対価として交付する合併）。更に、簡易組織再編や略式組織再編などの制度もでき、より簡便に組織再編ができるようになりました。

いずれにしましても、企業が考えるM&Aをより容易に行えるようになってきています。国としても外国企業に負けない競争力の構築を制度的に支援したいということだと思えます。こうした制度的な様々な改正を受けて、日本のM&Aは急激に増加したと言えると思います。

会社のライフサイクルと売却時期

製品にライフサイクルがあるように会社にもライフサイクルがあります。従来は1種類の製品に特化している場合は30年と言われていましたが、昨今ではずっと短くなっているように思います。多品種少量化、グローバル化、少子化の時代ですので、日本のマーケットは大きな成長を見込めず、しかも海外から製品・サービスが安価もしくは高付加価値で流入してきます。会社が直面する環境は以前

よりずっと厳しくなっているのです。

会社のライフサイクルを成長期・成熟期・衰退期に区分しますと、会社が売り安い時期は成長期か成熟期です。衰退期でも売れないことはないのですが、売りづらく、価格は安くなります。

会社売り手の理由と売却時期との関係性を見ていきます。

1. 新規事業を行うため

新規事業を行うとは、若手の経営者に時々ありますが、別の面白そうな事業シーズを見つけて、そこに注力したいときに、現在の事業を売却するというものですから、通常は売却する事業が一定の成長軌道にあることが前提になっています。つまり、成長期です。このような案件は、比較的売却しやすいです。通常は、ディールそのものも中小規模ですですので、買い手も現れやすいです。

2. 後継者不在のため

後継者不在は、中小企業の経営者が会社を売りたい理由の最も大きなものですが、会社が成長期か、成熟期か、衰退期かいずれにあるかによって売却のしやすさ異なります。

成長期ですと、毎期利益が増大している過程ですので、売却価格も高くなります。売却もしやすいです。

成熟期ですと、利益の額は前期とほとんど変わりませんので、その一定の利益に基づいた金額が売却価格となります。

衰退期ですと、毎期利益は減少しているか、赤字ですので、売却価格は低くなるか、程度によっては、売り手が現れません。

3. 事業の先行きが不安なため

経営者自身が、先行きに不安を感じている会社や関連会社や不採算部門を、売れるものなら売ってしまいたいと考えている場合ですので、なかなか売却は困難です。ただし、同業他社が安い価格で購入する場合があります。

4. 業績が悪化し、存続が難しいため

業績が悪化して、もはや自力では存続ができないと考え、倒産ではなく、売却したいと考える場合ですので、通常は売却できません。中小会社の場合は、事業も1種類しかないのが、普通ですので、そうすると売却はほぼ不可能です。大規模会社で複数の事業があり、その中にもものになりそうな事業や資産がある場合には、買い手が再生のために現れる場合があります。こうした時には民事再生法や会社更生法などの適用を受けないとなかなか会社自体の存続は困難です。

M&Aは会社の結婚とよく言われますが、くれぐれも「結婚適齢期」を意識することが大事です。適齢期は買い手も大勢集まりますし、価格も高くなります。

中小企業のM&A 売り手・買い手の理由

未公開会社のM&Aの件数は、M&Aの件数全体の8割以上とされています。M&Aの件数自体が増加傾向なのですから、中小企業のM&Aも当然に増加しています。

売り手の理由です。

1. 新規事業を行うため

新規事業を行うとは、若手の経営者に時々ありますが、別の面白そうな事業シーズを見つけて、そこに注力したいときに、現在の事業を売却するというものです。

2. 後継者不在のため

後継者不在は、中小企業の経営者が会社を売りたい理由の最も大きなものです。

まず、子供がない場合があります。子供がない場合は、優秀な幹部を後継者にとるものですが、通常会社には借入金があり、その連帯保証人の社長はならなくてはなりません、それを嫌がる場合があります。また、それを嫌がらなくても、借入金の担保となる資産を持っていない場合があります。更に、会社の株式を譲渡したくても、業績が良い会社では株価が高くて、買取るだけの資金が幹部にはありません。従いまして、幹部を後継者にすることは、なかなか難しいのです。

次に、子供がいたとしても、経営者としての能力の問題があつて、継がせられない場合があります。後継者は子供なら誰でも良いわけではありません。従業員の生活を担っているわけですから、従業員以上の実行力、責任感、コミュニケーション能力、分析力、交渉力、創造力などが求められます。こうした観点から合格点がつけられない場合は、継がせることができません。

更に、子供自身が継ぎたくないと言って、継がない場合があります。昨今の会社のライフサイクルはどんどん短くなっています。そうした中小企業の不安定さを嫌うこともあります。また、一流大学を出て、一流会社に就職していたり、医者や弁護士などの高給を得ていたり、芸術家としてその道に生きがいを感じたりして、会社を継がないこともよくあります。

3. 事業の先行きが不安なため

経営者自身が、先行きに不安を感じている会社や関連会社や不採算部門を、売れるものなら売ってしまいたいと考えている場合です。

4. 業績が悪化し、存続が難しいため

業績が悪化して、もはや自力では存続ができないと考え、倒産ではなく、売却したいと考える場合で

す。

買い手の理由です。

1. 既存事業の強化のため（同業者、川下・川上産業）

買い手の理由としては、この理由がほとんどです。シェアの拡大や技術力の強化をはかるための同業者を買収や、販売部門の強化や製造部門の強化のために川下・川上の産業を買収することが挙げられます。

2. 多角化戦略のため

資金が豊富な企業では、飽和した市場を持つ事業から、新たな飛躍をかけて新規事業に進出するために、他企業を買収することがあります。

このように、売り手も買い手も当然に理由があるのですが、売り手の最大の理由である後継者不足は、財務的に不安定で借入金の多い中小企業・少子化の進行・企業のライフサイクルの短縮等の中では構造的な問題かもしれません。また、日本・世界ともに金余りの中で、金融機関やファンドも資金的には豊富で、これが企業を買収資金の調達を容易にしている面もあると思います。世界ではサブプライムローンの影響があるようですが、日本はまだその影響をそれほど受けていないようです。しばらくは、日本の金余りは続くようですから、日本のM&Aも続くと思われます。

各手法のメリット・デメリット

M&Aの手法としてはいくつかありますので、順に見ていくことにしましょう。あわせて、そのメリット・デメリットにも触れていきます。

1. 株式譲渡

これは、売り手が買い手に株式を売却する方法です。通常は現金を売り手に渡します。買い手が個人ではなく、通常は会社なので、売り手の会社は、買い手の会社の子会社になります。

メリット

- ①売り手の株式譲渡益に課せられる税率は20%（非公開会社）なので、税引き後の手取現金が多い。
- ②簡便である。売り手の会社が株式の譲渡に取締役会の承認が必要ならば、取締役会決議ですむ。
- ③売り手と買い手が別法人であり、企業文化摩擦があまりない。

デメリット

①売り手の会社に、引き継ぎなくない資産・負債があっても引き継がなくてはならない。特に簿外の債務がある場合は問題となる。

②別法人なので、グループとしての融合が遅く、シナジー効果が表れるのが遅い。

2. 合併

売り手会社が買い手会社を包括的に吸収する方法です。当然、買い手会社は消滅します。売り手会社の株主は、通常は買い手会社の株式（現金も可）をもらいます。

メリット

①買い手は対価として、通常は株式を発行するのでお金が不要である。

②手続きはそれほど複雑ではない。

③売り手と買い手が同一法人となるので、統合効果が早く表れる。

デメリット

①売り手と買い手が、同一法人となるので、文化摩擦が起こる場合がある。

②売り手が入手する株式が非公開の場合、売り手は株式の現金化が困難である。

③売り手の会社に、引き継ぎなくない資産・負債があっても引き継がなくてはならない。特に簿外の債務がある場合は問題となる。

3. 事業譲渡

商法で言う営業譲渡です。売り手の事業（資産・負債・人材等）を買い手に売却する方法です。これは売却代金が売り手会社に入ります。

メリット

①買い手は、好きな事業だけ選んで、購入できるので、簿外債務等を引き継ぐリスクが低い抑えられる。

デメリット

①買い手は個別に資産を選定する必要があるので、煩雑である。

②従業員の同意が必要とされる。

③資産の譲渡となるので、取引に消費税が課される。

4. 株式交換

買い手会社が、売り手会社の株主から、売り手会社株式を受取り、対価として株式を交付します。これにより、売り手会社は買い手会社の子会社となります。

メリット

- ① 買い手は現金が不要である。
- ② 売り手と買い手が別法人であり、企業文化摩擦があまりない。

デメリット

- ① 売り手が入手する株式が非公開の場合、売り手は株式の現金化が困難である。

5. 新株発行

売り手会社が新株を発行して、買い手会社が売り手会社の議決権の過半数を取得します。

メリット

- ① 買い手会社は全株取得するほどには、お金を必要としない。
- ② 買い手会社のお金が事業資金として使われる。

デメリット

- ① 売り手株主がお金を手にできない
- ② 買い手会社は 100%の議決権を取得できない。

6. 会社分割

売り手会社の一部事業を切り出して、買い手会社に吸収させる方法です。売り手株主は、通常は買い手会社の株主となります。

メリット

- ① 買い手はお金がかからない。
- ② 事業の法的移転が事業譲渡より簡便である。
- ③ 売り手と買い手が同一法人となるので、統合効果が早く表れる。

デメリット

- ① 売り手と買い手が同一法人となるので、文化摩擦が起こる場合がある。
- ② 売り手が入手する株式が非公開の場合、売り手は株式の現金化が困難である。

いろいろの手法がありますが、中小企業の M&A で最も多いのが株式譲渡です。買い手が嫌がらなければ、売り手にとってこれが最も簡便です。

1年以上はザラです。

M & Aにおける一般的な手順です。

- ①M & Aを決断する。
- ②仲介機関を選択し、契約を締結する（仲介機関がない場合もある）。
- ③売り手・買い手を探す。
- ④企業評価を行う（③の前の場合もある）。
- ⑤相手と交渉する。
- ⑥基本合意書を締結する。
- ⑦デューデリジェンスを実施する。
- ⑧最終契約を締結する。
- ⑨クロージング（対価の支払）を実行する。
- ⑩統合活動を開始する。

①M & Aを決断する。

経営者がM & Aをするかどうかを決断します。まず、ここが大きな関門です。売り手として、自社の売却のタイミングをいつにするかは、売却価格に大きく影響するので、とても重要です。冷静に自社の取り巻く環境と経営者自身のやる気、自社の人材や設備や資金などを考慮して、絶好のM & Aのタイミングを見極めましょう。

買い手は資金調達の見込めがつかどうか最も重要です。内部留保でまかなえればいいのですが（内部留保でも具体的には流動性資金です）、そのほかに金融機関から借入れや社債発行による資金調達もありますし、増資でまかなう場合は第三者割当増資や公募があります。

②仲介機関を選択し、契約を締結する（仲介機関がない場合もある）。

仲介機関は多数ありますの中で、複数相談に行って、信頼できそうなところと契約を結びます。彼らはM & Aのいろいろな相談にのったり、相手先を見つけてくれます。仲介機関を通さずに、自分で相手先を見つける場合もあります。

③売り手・買い手を探す。

売り手の情報はノンネームシートで、買い手に打診されます。このシートには、業種、所在地、売上高、店舗数などの設備、譲渡理由、特徴などがのり大まかな情報が記載され、会社名が判明しないようにします。

買い手が仲介機関に買収先を見つけてもらう場合は、情報を待っている状況なので、通常は何もしません。もちろん、具体的な名前を挙げて、仲介機関に接触をお願いすることも出来ます。

④企業評価を行う（③の前の場合もある）。

企業評価額の方法としては、中小企業だと純資産方式が最も多いです。他にDCF法や収益還元法な

どもあります。売り手は売り手自身で評価額を算定し、買い手は売り手の提示した情報に基づいて評価額を算定します。通常は、両社に大きな乖離があります。

⑤相手と交渉する。

相互に関心がある場合は秘密保持契約を締結します。その後で、買い手は売り手の詳細な資料を要求し、その情報を検討します。これにより、財務・営業・製造・人事・法務等の売り手を網羅的にチェックします。非常に細かい資料も要求されます。通常、M&Aは従業員に分らないようにするため、色々と工夫が必要となりますので、担当者はたいへんです。次に経営者同士の面談を行います。また、経営者自身が相手先の工場や会社に出向く場合もあります。更に、様々な情報に基づいて、買収価額等の条件交渉を行います。具体的には買収金額、支払方法、旧経営陣や社員の待遇などです。

⑥基本合意書を締結する。

⑤までの交渉は、買い手が複数いる場合には複数と交渉しますが、基本合意書は1社のみとなります。この基本合意書では、有効期限、1社独占契約、買収監査前の株価、スキーム、役員・従業員の処遇などが記載されます。

⑦デューデリジェンスを実施する。

次に、売り手の財務上、税務上のリスクはないか（売掛金の回収可能性、不良在庫の存在、退職給付債務、債務保証等）、法務上のリスクはないか（従業員・組合・取引先との係争事件等）、その他リスク（土壌汚染等）はないかを会計士・弁護士などによって、調査します。

⑧最終契約を締結する。

デューデリで発見されたものを株価や支払条件で調整したり、そのほかに基本合意書の段階で留保された問題点をすべて決めていきます。

⑨クロージングを実行する。

対価の支払、株券の受け渡し、代表取締役の交代などの形式的手続きを実行します。

⑩統合活動を開始する。

従業員や取引先、関係者に説明し、理解を得て、なるべく早く両社の文化が融合し、シナジー効果が早期に発揮されるようにマイルストーンなどを設けて効果を測定していきます。

株式譲渡がとても有利

中小企業の経営者の方が、後継者がいないときによく「清算するしかないなあ」とおっしゃるのを聞きます。後継者がいないのですから、選択肢が「清算」、それしかないということだと思います。し

かし、清算を考える前に是非、M&Aも考えていただきたいと思います。今日は、「清算」と「株式譲渡」の手取額の違いを簡単に見ていきます。

まず、清算する場合には、会社の保有するすべての資産を現金化して、借入金などの負債を返済します。そして、差し引き残ったものが清算所得となり、これに税金（約40%）がかかります。この税金を差し引いて、更に残ったものが配当のモトとなります。これを株主に配当すると、その配当金にも再度税金（最高税率約50%）が課されます。結局、随分と税金が取られるのです。

一方で、経営者の方が株式を他社に売却した場合の税率20%です。税金はこれだけです。

数字を入れて見ていきましょう。まず、資産が3億円、負債が5000万円、資本金が1000万円、剰余金は2億4000万円とします。資産・負債はすべて時価とし、株式の売却価額は資本金と剰余金の合計額2億5000万円とします。

清算の場合は、清算所得は2億4000万円、法人税等は税率40%で9600万円、配当金は残額の1億4400万円で、これにかかる所得税等は税率50%で7200万円となります。結局、手取額は7200万円です。

一方で、株式譲渡の場合は、譲渡所得は2億4000万円（2億5000万-1000万）、これにかかる所得税等は税率20%で4800万円となります。したがって、手取額は1億9200万円です。

1億9200万-7200万=1億2000万 ずいぶん違いますね。

同じリタイアでも、手取額が多い方が良いのに決まっています。また、株式譲渡では会社は存続するわけですから、従業員の雇用も維持できます。さらに、すぐに完全引退ではなく、会長として関与することも可能ですので、その行く末を見守ることができます。

買い手にとってのM&A

買い手にとってのM&Aが成功かどうかの最終的な結論が得られるのは、購入後の会社の業績次第というのは当然ですね。

結局、M&Aは投資ですから、投資に見合ったリターンがなければ買い手としては失敗となります。

一方で、買った会社が、投資する際に見込んだとおりの技術・設備・人材・製品・マーケットシェアなどがあり、自社の技術・人材・製品などと上手く相乗効果（よく言われるシナジー効果ですね）が

発揮できれば成功と言えます。このシナジーもよくセールスシナジー、コストシナジーの2つの側面から説明がされます。このセールスシナジーとは、両社が統合したことにより、売上げが両社を単純に足したものの以上増加する場合に、その売上げの増加のことを言います。これは両社が統合前の販売先に統合相手先の製品を売却するなどして、売上高が増えるからです。一方で、コストシナジーとは、統合することにより管理部門の人数を減らしたり、仕入先を共通にして、コストを抑えることができることを言います。一般的にはセールスシナジーは当初予定していたよりも表れにくく、コストシナジーの方が表れやすいといわれています。

また、外資系大手会計ファームによりますと、当初予定下どおりのシナジーが現れているとして、このM&Aは成功だとする割合は30%~50%というアンケート結果が出ています。

つまり、半数以上が思ったほど良い結果が出ていない・失敗であるということです。厳しい数字ですね。

売り手はなるべく高く売りたいですし、一方で買い手はなるべく安く買いたいと思うのは当然ですが、買い手に数社が手を上げると思った以上に価格が高くなってしまいます。

買い手としては、最終的に投資金額を超過するリターンが得られる価格を、シミュレーションに基づき、DCF法などを使って算出するのですが、シミュレーションが現実よりもかなり「バラ色予想（つまり、シナジーが存分に発揮されるはずと予想する）」としますと、高く価格を設定しまいます。結果として失敗につながります。

野菜でも、焼き鳥でも、マグロの解体ショーでも、どんなものでも人が群がっていると、きっと良い物に違いないと思い、ついつい自分も欲しくなってしまいますが、M&Aでもまったく同じ心理だと思います。

成功されてお金があまっている方や、数年内に株式公開しようとしているが利益が足りない方、集めた資金の投資先に困っている方などは、すぐに会社を買おうとなされますが、価格付けにはくれぐれもご用心ください。現実を直視し、細心の注意を払って、必ず少数派の「成功」を勝ち取ってください。

仲介会社の役割

中小企業の経営者の方が、よし、会社を売ろう、と決意しても、買い手がいなければ話になりません。この買い手の探し方は二つあります。

一つは仲介会社に依頼する方法です。そして、もう一つは自分で探す方法です。

まず、この仲介会社についてです。仲介会社の役割はいくつかあります。

- ①M&Aの全般的なアドバイス
- ②M&Aの相手先探し
- ③相手先の企業価値の算定
- ④相手先との交渉・アドバイス
- ⑤デューデリジェンスの支援
- ⑥法的書類の作成支援等

どこまで行うかは仲介者によっても異なりますが、M&Aに必要な手続きは通常は同一なので、少なくとも手続きの補助や支援は行ってくれます。

この仲介会社は免許が必要なわけではないので、だれでもできます。実際にいろいろな会社・ひとが行っています。

- 1. 大手銀行
- 2. 大手証券会社
- 3. 地銀
- 4. 信用金庫
- 5. 商工会議所
- 6. M&A専門仲介会社

多いのは上記だと思いますが、法律事務所や会計事務所、コンサルティング会社などが仲介をする場合もあります。ただし、大手の銀行や証券会社では、通常中小企業のM&Aを扱ってくれません。それ以外でしたら、通常は規模が小さくても扱ってくれます（もちろん、売却の可能性があるとということが前提の話ですが）。

また、仲介会社の仲介のあり方には、買い手と売り手の両方の仲介を1社が行う場合と、買い手と売り手にアドバイザーとして、それぞれつく場合があります。従来、日本では規模の大小にかかわらず前者が多かったのですが、最近では大規模M&Aでは当然に後者ですし、中小企業の場合であっても後者が増えてきています。この理由はモラルハザードの問題があるからです。つまり、仲介会社がどちらか一方の利益のみを代弁して、必ずしも別の一方の利益を代弁するとは限らないという問題です。たしかに前者は何かと手軽・簡便なのですが、本当に信用できるのかと売り手・買い手が疑心暗鬼になりやすく、前に進まなくなってしまう危険性があります。

仲介会社に対して、依頼者は通常着手金と、成功した場合の成功報酬を払います。成功報酬は売買契約の金額に、料率を乗じて算定します。契約金額が大きければ大きいほど、料率は小さくなります。仲介会社が売り手と買い手の両者の仲介を行う場合は両者からもらいます。このときに、売り手の成

功報酬は、お金を手にしたものが払うので、株式の譲渡の場合は旧株主が払いますし、事業譲渡の場合は会社が払います。

最後にどういう仲介会社が良いのかということです。能力の問題はとても重要です。情報収集能力、交渉能力、説得力、税務的・会計的・法律的な知識、業界の広範な知識、精神的・肉体的なタフネスさも要求されます。しかし、結局は信頼できるかできないかです。特に仲介会社が売り手と買い手の両者の仲介を行う際には、この信頼感の醸成ができるか否かが大変重要です。

もし、仲介会社に依頼をすることがありましたら、その仲介会社の担当者が信頼に値するかどうか、自分とうまが合うかどうかを良く見極めてください。

M & Aの相手を自分で探す場合の注意点

買い手を探す際の方法として仲介会社の説明をしましたが、別に彼らに頼まなくても売り手自身で、探しても一向に問題ありません。買い手を探す方法のうち、もう一つの方法とは売り手自身で探すということです。

経営者自らが、仕入先や得意先、競合企業、関連業種を行っている企業から相手先を探すということです。気心の知れた仕入先や得意先、競合企業ですと、経営者自身がアプローチをとり、話も比較的しやすいので、スムーズに進む場合があります。大規模会社のM & Aは、比較的このパターンが多いです。

ただし、競合企業の場合ですと、売り手の役員・従業員の中には「買われた」という意識が強くなり、モチベーションの低下を招くことを恐れたり、売り手の経営者自身もそうした体面を気にする場合があります。そうするとありがちな「対等合併」とか「対等の精神」で、ということになるのですが、この「対等の精神」はくせものです。確かに最初の一步は踏み出しやすいのですが、その後の統合作業においては、なかなか両社のプライドがぶつかって、邪魔をし、スムーズに組織統合が行われないことがしばしばです。私は基本的には、「売り手」、「買い手」は明白にするべきだと考えています。そして、どちらがイニシアティブをとるのかを明白にし、支持命令系統を一本化させ、いびつなセクショナリズムを排すべきと思います。ただし、明らかな高圧的な態度が見られる場合は問題です。間違いなく上手くいきません。人材が流出しますし、対立は深刻になります。大手会計事務所の調査でM & Aでかえって価値が毀損したという3割のグループはこうしたことが理由でしょう。イニシアティブをどちらかがとるにせよ、時間やコストとの兼ね合いがあるにせよ、統合する以上はお互いのうちにより勝れたものを選んで最適な仕組みを作っていこうとする意識、相手を尊重する意識は必要だと思います。

また、トップ同士が決めた場合は、もはや合併比率・交換比率などもあらかじめ決めてしまって、デ

ユーティリティも意味がない場合が多々あります。あらかじめ決めた比率に近づけるようにする作業となってしまうということです。こうなると実行部隊のモチベーションは下がり気味です（会計事務所もこのアライ作りをお手伝いすることもあるのですが）。私はトップ同士で大まかな合意にあらかじめ達することは良いと思いますが、新しい事実が検証過程を通じて発見された場合はきちんとそれを反映させるべきだと思います。それできなければ、大規模会社の多数の株主の経済的利益を毀損することにもなりかねませんからね。

話がずれましたが、経営者が自ら探す場合は、先方の経営者を知っていることがほとんどですが、知っているがゆえに切り出しにくいということもあります。もし、断られたら、それ以降の取引に支障をきたさないかと、売却の噂が流れるのではないかとということですね。もし、知り合いの会社であっても、売却の可能性が不透明な場合には、仲介会社に間に入ってもらうことを頼むこともできます。彼らは売り手の情報を明かさずに先方の意向を集めてきてくれます。

自分で探す、仲介会社に頼む、どちらもお相手を見つける方法であって、相手がすばらしければ」どちらでも良いのです。良いお相手を見つけることができるといいですね。

M & Aで売却できない業績悪化会社の廃業のタイミング

起業を考えられている方も実際に現在起業されている方も、ともによく知っておいて欲しいのが、会社をたたむタイミングです。

以前、M & Aの売り手の理由として、業績悪化をあげましたが、このような理由による会社売却はなかなか上手いきません。こうした会社には、今廃業したらどうなるかを冷静に分析して欲しいと思います。

会社経営を続けていますと、わが子のように自分の会社に愛着がわきます。そうしますと業績が悪化してもなかなか止める踏ん切りがつかえません。しかし、やめ時はいつも頭の片隅にとどめて置いてもらいたいのです。と申しますのも、資金繰りの目処もつかず、万策尽きての倒産となるますと大変悲惨だからです。

会社が倒産しますと、通常は会社の資産をバラバラにして叩き売ります。商品・製品、有価証券、土地・建物、機械、自動車等の換金できるものはみな換金します。その際の価格はかなりディスカウントされたものとなります。

また、負債の方は、従業員の退職金、税金、買掛金、未払金、金融機関等からの借入金がありますが、資産を換金したお金でこれらを支払います。すべてきちんと支払えば良いのですが、通常は支払えません。特に金融機関からの借入金は社長の個人保証がついているのが普通ですので、社長はご

自身のお金・不動産・有価証券などの私財を提供し、すっからかん、もしくは負債をかかえることになるのが普通です。

若い人ならば、こうした状況でも再起のチャンスがあるでしょうが、ご高齢の方にはかなり酷な現実です。ですから、こうなる前に、致命傷を負う前に、止め時・廃業の決断をしてもらいたいです。

私は赤字が2期続くようでしたら、専門家に相談されることをお勧めします。冷静に現在の状況を見つめ、将来の予測をしてください。その時、根拠のない楽観論は禁物です。いつか必ずまた良い流れになるはずとは考えないでください。

今、どのような産業も世界を意識せざるを得ない世の中です。この流れは不可逆的です。そうした中で本当にやっていけるのか、それとも泥沼を突き進むことになるのか、是非冷静に検討してください。

中小企業の企業価値評価法

企業評価は非常に奥が深いです。もちろん、どんな仕事も奥が深いのですが、この企業評価は「アート」と呼ばれています。鑑定人は、企業の置かれている状況などを注意深く観察し、企業の将来性や収益性、資産性等を十分に加味し、他の類似会社も考慮に入れながら決定していきます。

評価の際には考慮すべきことが多く、また鑑定人の見積もりの要素が大きいため、鑑定結果は鑑定人より千差万別です。そもそも、企業価値評価の方法は、今現在においても、唯一絶対の方法は存在しません。国の違いや時代の流れの中で、刻々と変化しています。今、日本で一般的に使用されている方法は以下のとおりです。

(1) インカムアプローチ

- ・ DCF 法
- ・ 収益還元法
- ・ 配当還元法
- ・ ゴードンモデル法
- ・ EVA 法
- ・ リアル・オプション法

(2) コストアプローチ

- ・ 時価純資産額法
- ・ 修正簿価純資産額法
- ・ 簿価純資産額法

(3) マーケットアプローチ

- ・ 類似公開会社方式
- ・ 類似取引方式

この中で、中小企業の非公開会社の評価に良く使われるのが、修正簿価純資産法と時価純資産法ですね。修正簿価純資産法というのは、時価を入手できるもの（建物・土地・有価証券など）は時価評価するという方法です。時価純資産法は営業権なども無形固定資産も時価評価します。しかし、時価純資産法といっても営業権の評価が、税引き後利益の5年分とかあまり論理的とはいえない方法もよく使用されています。純資産法は簡便で客観性が高い（営業権の評価以外）ので、当事者の方々が納得しやすいのですね。

業評価方法-純資産法

企業評価方法としての時価純資産法のお話をしたいと思います。これは、中小企業のM&Aでよく使われます。簡便で、客観性が高いので当事者が納得しやすいのです。

この方法は、理論的にはとても単純です。まずBSの資産科目を時価に換算して、そこから負債を差し引くだけです。

例えば、売掛金・受取手形は回収不能額を減額します。棚卸資産も時価評価します。有価証券も時価評価です。ここで、非上場株式で時価がないものについては、簿価で計上したり、または時価純資産を求めて、それに持分割合を乗じて算定したりします。固定資産については、固定資産税評価額を使用したり、重要性がある場合には不動産鑑定士による評価をおこなってもらいその鑑定額を用いる場合もあります。土地は、路線価や公示価格を基準にして算定したり、重要性がある場合には不動産鑑定士による鑑定額を用います。ゴルフ会員権は時価評価します。保険積立金は解約返戻金で評価します。BSに計上されていない無形資産（営業権、商標権、特許権等）も計上します。営業権の評価は人によって様々なのですが、異常な変動を除いた税引後利益の3~5年分というのをよく見かけます。この営業権の評価方法の欠点として、論理的ではないという批判があります。他にインカムアプローチを用いる方法など他の方法もありますが、恣意性が強い点や、煩雑な点が欠点としてあげられます。

負債については、引当金（賞与、退職給付、役員退職）をしっかりと必要な金額を計上します。また、係争事件や環境問題を抱えている場合には、偶発債務として引当金を計上する場合があります。

この評価方法は、数値の根拠が比較的明白で、恣意性が入りづらく、当事者同士が納得しやすいので、中小企業の評価方法としてはメジャーです。

DCF法

DCF法です。もはやかなりメジャーな言葉だと思いますので、まったく聞いたことのない人は少ないのではないのでしょうか。

DCF(ディスカウント・キャッシュフロー)法にも何種類かあるのですが、最もポピュラーな方法をご紹介します。

基本は企業が将来獲得する事業価値ベースのキャッシュフロー(営業CF)を見積もって、これをある率(この割引率は、単純なモデルでは株主が要求する利回りと有利子負債の利率の加重平均です)で割り引き(ディスカウント、Discount)して、そのCFの合計値をその事業価値とします。これに余剰資金や遊休資産を加えて、さらに有利子負債を差し引いたものが株主価値です。

数字を入れてみますと、仮に毎年100万円の営業キャッシュフローがあるとし、これを10%の割引率で割り引きますと、1年目の価値は約91万円、2年目は83万円、3年目は75万円、4年目は68万円、5年目は62万円となり、6年目以降も100万円がずっと続くとするとその現在価値(終価とかターミナルバリュー、TVと言ったりします。ただし、これを認識しない場合もあります。)は621万円となります。これらをすべて合算しますと1000万円となります。これが事業価値です。仮に余剰資金100万円、遊休資産50万円、有利子負債80万円としますと1000万円+100万円+50万円-80万円=1070万円が株主価値となります。

DCF法は最も論理的な方法であると言われていています。一方で、将来のCFの見積もりや割引率の算定に恣意性が入りやすいのが欠点です。こうした見積もりの数字により、評価額が大きく異なるので、根拠のない楽観論は許されません。見積もりには合理性が求められます。そこが、評価者の人間性・個性が表れます。

業界全体の動向や、評価対象企業の占める位置、今後の中長期戦略、その実行可能性等々を過去のマーケットや対象企業の実績の調査や業界に詳しい人へのヒアリング等を通じて確認していきます。そうして、各種の見積もりを自分自身で検証し、数字を作り、対象企業に対する評価者としての見方を固め、評価額を決定します。

これがDCF法です。

M&A 交渉に必要な態度

M&A で交渉はつきものです。売る方は高く売りたいし、買う方は安く買いたいのので、普通はストレスがかかります。そして、それぞれは希望をかなえようと交渉の場に臨むのですが、まず申し上げたいのは、何事もそうですが、自分のことばかり考えていたら、まったく上手くいきません。前に進むものも進みません。なるべく安く買い叩いてやろうとか、思いっきりふっかけてやろうという姿勢では非常に困難です。そうした姿勢では、信頼を得ることが出来ません。信頼のない人と手を組もう、自分の会社を託そう、従業員を託そうと思うでしょうか。そもそもお互いの会社のことが気に入ったから、お見合いの場にいるのですから、敬意を持って接しましょう。

私はこの交渉のときに、一番重要なのは、先方が最も望んでいることをなるべく早くつかむことだと思います。M&Aは、会社、経営者、役員、従業員、得意先、仕入先、金融機関等の様々なステークホルダーに関係するものです。M&Aを決断する経営者の方々も、必ずしもお金が最も重要事項だとは限りません。売り手経営者としては、従業員の雇用の維持こそが重要だという方もいらっしゃれば、体調の関係で早急な契約の締結を求めている方もいらっしゃいます。買い手としては、あの製造工場と特許権が絶対に欲しいとか、あの得意先が絶対に欲しいとか、欲しいものが通常は明確にあります。そもそもなぜM&Aを選択するのか、それぞれが相手先の戦略、バックグラウンド等に思いをはせましょう。その譲れない線を相互に把握しましょう。ここが把握できて、お互いがその点に関しては、譲歩できるものならば、余裕が双方にでてきますので、その後の交渉が非常にしやすいものになります。

そうは言っても、通常は売り手と買い手の提示金額は大きく乖離するのが普通です。この場合で、どちらか的一方が明らかに不合理な金額を提示して譲らないならば交渉は止めましょう。しかし、金額が一定の妥当な金額のレンジに入っている場合には、別の方法をとります。

- ① 全株所有をあきらめる。50%超の株式を当初保有して、今後買い進めることにする。
- ② 役員退職金を支給して、現預金を減少させるか、負債を増加させ、純資産を圧縮し、評価額を減少させる。配当金として、社外に現預金を流出させるよりも、退職金は損金計上されるので、法人税法上有利である。所得税法上も配当金よりも退職金の方が有利である。
- ③ LBO（レバレッジバイアウト）で、買い手は資金調達する。これは買い手の調達資金を買収対象会社のキャッシュフロー（資産の処分価値を含む）とするものであり、余剰資金がある会社などの買収に適している。
- ④ ②と類似するが、買い手にとって、不要な高額な資産（土地や有価証券）を売却し、売却資金を社外流出させ、純資産を圧縮し、評価額を下げる。

お互いに是非この会社と思うならば、まず相手のことを考えましょう。そうすれば、双方が受け入れられる無理のない妥協点が見つかるはずです。

売り手の情報開示及びその準備

売り手の情報開示についてです。

通常は売り手のノンネームシートを見て、買い手は手を挙げるわけですが、この情報だけでは、相手がどのような技術力、製品、人材、設備、借入金などを持っているかさっぱり分からず、買収後に自社との具体的な戦略を描くことが出来ないのです。価格をつけることが出来ません。そこで、より詳細な情報の開示を求めます。この前提として、よく秘密保持契約を結びます。

この求められる情報は買い手によっても違いますが、一般的なものを挙げてみます。

基本情報として

- ①会社パンフレット
- ②商業登記簿謄本
- ③株主名簿
- ④商品・製品の内容（カタログ）
- ⑤会社組織図（関係会社、事業部門、支店等）
- ⑥会計監査人報告書（あれば）
- ⑦顧問税理士・会計士・弁護士
- ⑧中長期戦略
- ⑨過年度の予測と実績の乖離の状況

財務数値として

- ①採用している会計方針
- ②過去3～5年分の財務数値（決算書、税務申告書）
- ③過去3～5年分の各勘定明細
- ④棚卸資産の時価情報（陳腐化）
- ⑤回収不能債権の内容
- ⑥土地、有価証券等の時価情報
- ⑦借入金の状況（借入先、返済スケジュール、利率等）
- ⑧引当金の状況（賞与、退職給付、役員退職）
- ⑨担保状況
- ⑩保証債務・被保証債務

⑪偶発債務情報

組織情報として

- ①組織図
- ②役員の経歴
- ③従業員名簿
- ④就業規則・給与規程・退職金規程
- ⑤労働組合

営業情報として

- ①市場状況、シェア情報
- ②過去3～5年分の主要顧客別売上明細
- ③過去3～5年分の商品別売上明細
- ④価格戦略
- ⑤競合会社
- ⑥広告活動

設備状況として

- ①生産能力
- ②稼働状況
- ③有形固定資産明細
- ④設備投資計画
- ⑤リースの内容

かなりのボリュームです。他にも買い手によっては様々な情報を要求されることとなります。

また、通常はM&Aは一般の従業員には気づかれないように行う必要がありますので、時間がかけられません。ですから、短い時間で買い手の要求に応えるのは大変です。ま、どうせ必要とされるのですから、あらかじめこれらの情報は売り手としては集めておくことが必要になります。M&Aの際に何が求められるのか、この場合何が問題となり、次にどういう情報が必要なのか、といったことは外部の専門家に相談した方が宜しいかと思えます。と、申しますのもこうした情報がなかなか出てこないと交渉は長期化しますし、企業価値も毀損する場合があります。

買い手も時間がないものですから、つい高圧的な態度になってしまうことがあります。売り手はそれが大変なストレスとなり、中には会社に来なくなってしまう担当者もいます。感情的な対立はディールの失敗にもつながりかねないので、いくら忙しくても精神的な余裕をお互いにもてるような、配

慮が双方に必要だと思えます。特に仲介会社が入る場合は、情報の必要性について、相互に上手に説明し、売り手に気持ちよく情報がでるような体勢と、買い手もある程度の余裕をもてる体勢をとれるようにアドバイスする必要があります。

M & Aの秘密保持

M & Aにとって、秘密保持は必要不可欠です。

売り手、買い手共に自分がかかわっているこのM & Aについての情報が流出することに注意しなければなりません。仮に、基本契約締結の前に会社を売るという情報が流れますと少々よくない影響が表れる可能性があります。

①まず、社員が動揺します。自分が解雇または左遷されるかもしれないと思い、これに反対する運動が起きたり、優秀な社員が辞めてしまう可能性があります。

②次に、取引先が不安を感じます。会社が売却されるということから、資金繰りが悪化しているのでは、という憶測が流れ、決済条件が厳しくなる可能性があります。

③更に、金融機関も不安を感じます。もちろん、理解のある金融機関もあります。しかし、担当者の認識が低い場合には、非常に感情的な対立を会社と起こす場合があります。

このような事態を避けるために、通常は秘密保持契約を仲介会社や買い手会社、会計事務所等と結びます。しかし、意外に多いのが、売り手の社内情報管理が甘く、情報が流出する場合があります。そこで、以下のことに注意してください。

・電話のやり取り

- ①会社の電話を使ったやり取りは極力やめて、携帯電話で行います。
- ②他者のいるところではメモをとらない。

・メールのやり取り

- ①メールの内容に相手会社を名前をダイレクトに書くのを止めます。
- ②ファイル名に「M & A」など判明しやすいタイトルは止めます。
- ③添付ファイルにはパスワードをつけます。

・ファックスのやり取り

①あらかじめ電話で通知し、受信ファックスをすぐ取れるようにします。

・打ち合わせ

①密閉した会議室で行います。

②電話の取次ぎの際には、会議を中断します。

・買い手や仲介会社との交渉場所

①自社ではなく相手先に行く。

このようになんか気をを使う必要があります。

交渉の当初はよいのですが、中盤にかかり、売り手も買い手から、さまざまな資料を請求されて疲れていたり、なかなか交渉が前に進まずやきもきしているときは、ついつい経営者の方は従業員にポロと愚痴の一つでも出てしまうようになりますが、ぐっと我慢してください。ここで話をしてしまうと上手くいくものも上手くいかなくなってしまう可能性があります。よくよく注意してください。

M&Aにおける個人保証

中小企業のM&Aでは社長の個人保証は大変重要な問題です。

事業承継が上手くいかない大きな理由の一つでもあります。

そもそも事業売りたいという理由のひとつもここにある方もいらっしゃいます。会社の借入金等の個人保証があるので、これが頭のすみにいつもずっとひっかかっていて、なかなか気が休まらないのですね。

会社を売却しても、個人保証が残ったままというのは、最悪のパターンです。自分の経営ミスで個人財産がとられてしまうのは、納得できても、第三者の経営ミスで自分の個人財産がとられてしまうのでは、たまりません。そこで、M&Aの際には、最終的な譲渡代金のやり取りが終わった前、もしくは直後に、すぐに個人保証を解除する手続きを行う義務を契約書に盛り込む必要があります。時々、買い手がこの条文を契約書に入れるのを嫌がる場合がありますが、これは絶対に譲ってはいけません。売り手の中には、当然に個人保証が外れるものと思っている方がいらっしゃいますが、何も手続きをしなければそのままです、注意してください。

ただ、時々地方の金融機関などでは、この保証の解除が認められない場合があります。売り手の社長ならいいけど、よく知らない買い手は保証が得られないのです。買い手の財務内容や規模が、売り手の数倍であっても、認めてくれない場合があります。こうした場合は、買い手は他の金融機関から借入れを行い、反対する金融機関の債務を弁済するなどしなければなりませんので、かなり面倒な作業となります。

M&A 株主分散について

株主が分散している場合の問題点です。

中小企業で従業員に株式を持たせていると、その従業員が退社し、亡くなり、相続が起こっていた場合には、真の株主を見つけるだけでも結構大変です。結局、誰が本当の株主であるか分からない場合もあります。ここまで、極端な場合でなくても、M&Aの場合、売り手は株式を100%集めてくるか、株主から売却への同意を得なければなりません。ですから、M&Aのことを少しでも考えるのであれば、株主の分散はあらかじめ避けるようにしなければなりません。結局、従業員のモチベーションを増加させようとか、経営者グループの相続対策のために、多くの株式を分散させたりするのですが、M&AやIPOなどの強い経営権が要求される時には、従業員やOBらに分散した株式を再度集めることとなり、このバラして、集めてを繰り返している奇妙な状況を散見します。繰り返しになりますが、M&Aの時には意見を集約する必要がありますので、結局集めることとなりますから、M&Aを最終的な出口の一つと考えられている経営者の方は、相続対策も良いのですが、株式をあまり分散させないよう留意しましょう。

しかし、実際にもはや分散して株式の場合は、株主の同意を取り付ける必要がありますので、株主の皆様にお話をしなければなりません。これは基本合意書ができた後の手続きになります。合併などは株主総会がありますから、株主の意見は総会で必ず明らかになりますが、株式の譲渡となりますと、そうした機会はありません。売り手の大株主である経営者が他の少数株主に説明し、理解を求めることとなります。この意見をまとめる方法として、売り手の経営者に対して、少数株主から委任状を提出してもらうことが多いです。これは株式の譲渡契約を売り手経営者が代理として行い、個々の譲渡手続きを簡便化するためのものです。

それと、会社法になって、相続等がある場合に、相続人等から会社が強制的に株式を買取ることができる定款の変更が可能となっていますので、この定款の変更が行われていない方は、やって方が良いでしょう。ただし、経営者である大株主の相続があった際もこの規程はいきますので、少数株主がクーデターをおこし、元経営者の株式を会社を買取らせることも可能となりますので、少々注意も必要です。

M&Aの従業員待遇

買収された会社の従業員についてです。

売り手の経営者は、どの従業員には買収後もずっと会社で働いてもらいたいと思います。元株主である売り手は、株式を売却して、ある程度まとまったお金を手にすることができるので、従業員にも幸せになってもらいたいと思うのです。自分だけお金を手にしてさよならすることに申し訳なさが少しあるのです。

一方で、買い手からすると従業員の雇用を当然に保証しようとは思っていません。M&Aは投資ですから、投資に見合うリターンを得られるかどうか、当然従業員もその観点からチェックされることになります。優秀な従業員には絶対に辞めてもらっては困ります。特に人材の個性が競争力の源泉という事業の場合にはその傾向が顕著です。そういう場合、買い手は売り手にこの会社に留まらせることを行動を真剣に行うように要請します。売り手もこの人がいなくなるとは企業価値が下がる、売値が下がる、という意識がありますから、M&Aのタイミングで、その人にやらせる仕事の期間や質にも注意します。例えば、M&Aが終わるまでは、決して終わらないような長期的なプロジェクトにその人材を組み込んだり、またはこのM&Aそのものの進行責任者に組み込んだりします。一方で、不必要と思われる人材をあらかじめ売り手の責任で辞めさせることを求めることもあります。

私が持っている資料によると、1999年以降の合併について言えば、合併後、従業員数が約10%減少しているとの事です。また、合併当事者の事業に関連性がある場合は約13%減少し、非関連合併ではほとんど変化なし、救済合併では、20%程度の大幅な削減が行われているようです。

結構、やめています。コストシナジーは比較的表れやすいと言われますが、人数の減少はそれを如実に表しているように思います。コスト削減がかなりの確度で見込める分野です。

売り手の経営者としては、首切りはやめてくれという気持ちもよくわかります。しかし、当然、買い手は投資先としての評価ですので、人であろうとドライな処理となることもあります。売り手の経営者の方には一つの割り切りが必要だと思います。

それと、M&Aがありますと従業員の方には、福利厚生制度や退職金制度などいろいろと差異がでてきます。しばらく2制度の続行ということもありますが、新しい制度を作る場合や、どちらかに統一する場合、二つのうち良い方へ統合する場合といくつかのパターンがあります。こうしたことも経営者の頭を悩ませる問題ですし、従業員も気になる場所だと思います。ここは求める統合のスピードやコスト、企業文化や風土との兼ね合いもありますので、慎重に検討が必要だと思います。どのような形であれ、従業員の多くの方が納得する形で落ち着かせることが大事です。

M&A 従業員に告知のタイミング

従業員にM&Aの事実を告げるタイミングはとても重要です。

従業員の中でも、幹部とそれ以外ではタイミングを分けるのが一般的です。私もそうすべきだと思います。特に中小企業は経営者と従業員の結びつきは強いですし、幹部社員などはよく「うちのオヤジ」などと経営者のことを呼びます。こうした経営者との精神的なつながりの強い幹部社員のモチベーションを落とさないためにも、他の従業員よりは早めの方が望ましいです。この場合、できれば個別面談が更に良いです。特に、辞めて欲しくない、キーパーソンは、早いタイミングで買い手との接触を持たせて、そのモチベーションを落とさずに、報酬を含めて安心して働ける職場環境を約束する必要があります。

まず、キーパーソン・幹部社員、一般従業員という段階での告知が必要です。

一方で、M&Aにおける秘密保持はとても重要ですので、この従業員らに対する告知は通常はかなり最後の方となります。具体的には、キーパーソン・幹部社員には、少なくとも基本合意書の後ですし、一般社員では最終契約書締結の直前・直後です。

どのような会社であれ、結局は人がその企業の競争力の源泉であり、財産です。そうした人のモチベーションは極めて重要です。このモチベーションを高めることに注意してください。彼らに安心感を与えるとともに、飛躍を予感させてください。もちろん、一般の従業員の最も関心あるのは給与面等を含んだ自分の待遇です。これについては、買い手が決める部分も多いのも事実ですが、なるべく安心感を与えることに留意してください。

M&A 基本合意書

基本合意書についてです。

これは売り手と買い手がこのM&Aに関して、基本的な事項で合意ができた場合に交わされるものです。必ず交わされるとも限りませんが、通常は交わされます。内容については案件ごとに異なりますが、共通している項目をあげます。

①買収形態及びその範囲

これはこのM&Aの対象となっているのが、何なのかを明確します。株式譲渡なのか、事業譲渡なのか、株式譲渡の場合には、発行済株式全部なのか、それとも一部なのか、事業譲渡の場合なら、どの事業なのかということです。

②買収価格

記載されない場合もありますが、普通は記載されます。この交渉の中で、通常最も重要な部分は価格ですから、合意ができるなら記載します。逆に言えば、明らかに合意できないほどの価格差が生じている場合には、最終合意に達する可能性は小さいので、基本合意を結ぶ意味が弱いかもしれません。

③独占的交渉権

これは、他を排除して交渉する権利のことですが、普通は基本合意書に組み込まれます。買い手からすれば、他社に取られなくなるわけですから、早期に付与されたいと思いますし、売り手からすれば、なるべく遅いタイミングで、本当にこの相手でいいのか、と慎重に決める必要があります。この独占的交渉権の期間は、案件によっても様々ですが、通常は60日～90日が多いようです。

④秘密保持

これは、交渉によって知りえた情報を他の第三者に開示しないことを約束するものです。基本合意の公表も相手側の了解が必要となります。もちろん、公開会社では、開示が要求されますが、非公開会社はこのタイミングでは通常は開示されません。それと秘密保持にも有効期限が設けられます。これは交渉が決裂した場合に備えてです。

⑤善管注意義務

これは善良なる管理者としての正当なる注意義務をはたす、というものです。これは、交渉中に対象企業の内容が大きく変わらないことを、売り手の義務として課すことを意味します。具体的には以下の事項です。

- ・ 通常の営業を行う
- ・ 従業員の賃金水準などの雇用条件の大幅な変更をしない
- ・ 増資、減資を行わない。
- ・ 重要な営業の譲渡、廃止、新設、大幅な設備投資を行わない
- ・ 多額の新規借入れを行わない

この基本合意書には法的拘束力を持たせないのが一般的です。そのための規程をいれます。ですから、最終合意にいたらなくても、通常は違約金の支払は発生しません。それではなぜ、こうしたものを結ぶのでしょうか。

- ①当事者の誠実義務を促す（お互いに約束を守りましょう）
- ②買い手は、独占的交渉権をもつので、慎重に判断できる
- ③最終契約までのスケジュールが明確になる
- ④最終契約書の基礎となり、最終契約書作成の時間が短くなる
- ⑤基本合意に達しなければ、重大な問題で合意とならないということであるから、見切りがお互いに早くできる

こうしたことを理由に基本合意書を結びますし、私もその方がよいと思います。ちなみに基本合意書

でなくても、その簡易版として、趣意書やターム・シートと言って、項目を箇条書きにしたもので代替することもあります。

M&A デューデリジェンス①

デューデリジェンス（以下、DD）についてです。

監査法人や会計事務所が最も本格的に関与する箇所ですね。ただ、DDと言っても、大規模のM&Aの場合には、私達職業的専門家が関与する財務デューデリ以外にも様々なチームがDDに参加します。例えば、以下のようなものです。

- ・対象会社の事業の将来性を見極めるビジネスDD（経営コンサルタント）
- ・潜在的な法務リスクや顕在化した係争案件を評価する法務DD（弁護士）
- ・経営者や社員のモチベーションやキーパーソン、人事システムなどを評価する人事DD（人事コンサルタント）
- ・工場などの土壤汚染状況を調査する環境DD（土壤汚染コンサルタント）
- ・不動産の時価の評価やメンテナンスの状況を調査する不動産DD（不動産鑑定士）

私達が行う財務DDとは、資産負債を評価すると共に、税務リスクなどを調査するDDです。これら様々なDDは相互に密接した関係（特にビジネス）がありますので、チーム同士緊密に情報を交換する必要があります。そもそも、1つの会社を様々な点から評価し、実態を把握するというのが主目的です。それぞれのチームの見方を互いが参考にし、それを別の点から確認したり、そうではない他の面を発見したりします。しかし、規模の小さい中小のM&Aでは財務DDしか行われぬ場合も多々あります。

財務DDは調査報告書という形で依頼者に渡されます。案件にもよりますが、数十～数百ページのボリュームになります。また、DDの期間が長い場合には中間報告書が提出される場合もあります。報告書の書き方は作成者によって様々ではありますが、標準タイプはおそらく①概況、②問題点、③その他参考情報でしょうか。②と③が一緒になっている場合もあります。

具体的には①の概況とは、この案件の背景とターゲットの概要です。ターゲットが属するマーケットデータの要約なども記載されたりします。

②の問題点とは、対象会社の正常収益力分析、実態純資産分析、キャッシュフロー分析、事業計画に対する調整項目、交渉時の主要検討項目、価格調整項目などが記載されます。ただし、報告の範囲は、費用と時間との制約により、依頼者との間で事前に合意された範囲内で行われるので、すべての項目が記載されるわけではありません。この範囲の決定は重要ですので、慎重に行う必要があります。

③のその他の情報とは、情報の分析を通じて得られた大量の情報のうち、とくに重要と思われるもの

で、各勘定科目の増減分析、売掛債権・棚卸資産の年齢調べ表、借入れ条件、リース資産明細などです。

M&A デューデリジェンス②

財務デューデリジェンス（以下DD）の前回からの続きです。

財務DDで検出されるリスクの代表的なものをいくつか挙げていきたいと思います。

まず、対象会社の正常な収益力を測るために、実際のPLから特別な項目、正常とは思われない項目を見つけていきます。

例えば、①グループ会社間取引の価格修正です。グループ会社間では通常とは異なる、有利な価格での取引が行われている場合があります。これを通常の第三者価格に修正します。

②取引条件の修正です。他社との取引条件が大幅に変更され、変更前と変更後では連続した正常な収益力とはみなされない場合があります。この場合は、変更前を変更後の条件に修正して正常な収益力を算出します。

③顧客の喪失です。過去に大口の得意先がなくなってしまった場合に、当該得意先が当初から無かったとして正常な収益力を算出します。

④天災や異常季節変動等の一時的な損益の影響の排除です。天災などで売上げが激減したり、在庫が異常に滞留したりする場合がありますが、正常の収益力を測る上では排除します。

⑤リストラの影響の修正です。リストラをしますと退職金などが増加し、正常な収益力がわかりません。そこで、リストラ前の収益力をリストラがあったとした場合の収益力に変更します。

⑥会計処理の修正です。非公開会社では会計処理の誤りがよくあります。そこで、その誤りや粉飾を修正して、正常収益力を算定します。

次にBSです。実態BSを作成します。基本的には帳簿価額と時価との乖離を調査し、すべて時価で評価していきます。

まず、①営業債権の評価です。滞留売掛金の回収可能性を検討して、評価減を検討します。

②棚卸資産の評価です。これも棚卸資産が実際に売れるのか、売れるとしたらいくらかなのか、評価減をする必要は無いのかを検討します。

③固定資産の評価です。土地や建物ですね。これがいくらで売れるのか。不動産鑑定士の評価が最も望ましいのですが、時間・お金などがない場合、重要性が低い場合は、路線価や固定資産税評価額で評価します。

④投資有価証券や敷金等の評価です。有価証券はその時価を調査し、敷金等はその回収可能性、回収可能金額を調査します。

⑤引当金です。賞与引当金、役員退職慰労引当金、退職給付引当金は合理的な金額で計上されているかを調査します。非公開会社ではこの引当金が十分積まれていないことがよくあります。

⑥繰延資産の回収可能性です。正常収益力分析から計上できる金額を調査します。

そのほかにもキャッシュフロー分析を行います。月次や年次のキャッシュフローの推移を把握し、傾向を分析します。それとともに、借入金の月次分析や運転資本の月次分析などを行い、傾向を捉えます。

また、これらの調査を通じて、様々な問題（与信管理制度の活動状況、固定資産の整備状況、廃棄物処理等の環境問題、リース資産の状況、実地棚卸と継続記録の差異状況、借入金の特異な返済条件等、特定の取引先・仕入先の割合が著しい、従業員の年齢構成、1人あたりの人件費、組合と会社の関係、債務保証の有無、デリバティブ取引の有無、訴訟の有無、内部統制の整備状況）について、リスク情報を注視して収集します。

分析することは山ほどありますので、すべてを行おうとすると時間がかかります。そこで、あらかじめ、DDで重点的に調査する箇所をあらかじめ依頼者と会計士とで打ち合わせをしておくことが重要です。

M&A デューデリジェンス③

買い手としては財務デューデリジェンス（以下、DD）で発見された事項を買収価格に反映させていく必要があります。もちろん、これは売り手との交渉になります。

まずは、正常収益力分析に基づく価格調整です。これは、DD前の基本合意した買収価格の前提とされた利益が、正常収益力と異なる場合に、その正常収益力に基づいて買収価格を算定しなおすと言うものです。

買収価格の算定がマーケットアプローチの類似公開会社方式に基づく場合で、倍率としてPER（Price Earning Ratio、1株あたりの株価/1株あたりの当期純利益）やEBITDA（減価償却費及び支払利息控除前税引前利益）を採用している場合には、正常収益力を用いて買収価格を算定する必要があります。

また、買収価格の算定がインカムアプローチの収益還元法やDCF法に基づく場合にも、過去の異常な項目等を排除した正常収益力を用いて将来利益や将来FCFを算出し、買収価格を算定する必要があります。

次に、実態純資産分析に基づく価格調整です。これは、DD前の基本合意した買収価格がコストアプローチの純資産法に基づく場合には、時価純資産を算出して、これを買収価格とします。

具体的には、DD前の簿価純資産が5,000百万円、貸倒懸念債権が100百万円、不良在庫が150百万円、土地の含み損が270百万円、投資有価証券の含み損150百万円、退職給付引当金の不足額が230

百万円とすると、 $100+150+270+150+230=900$ 百万円、税効果は $900 \times 40\%=360$ 百万円となり、修正後純資産は 4,460 百万円となります。

また、貸倒懸念債権や不良在庫は将来のキャッシュフローに影響を及ぼすので、DCF法による価格算定にも影響を及ぼすことになります。

DDによる発見事項は、上記のような買収価格そのものに影響を与える事項ばかりではなく、偶発債務の問題や重要な人材の流出懸念等、直接的には買収価格に繁栄させにくいものもあります。そのような場合は、売り手からの表明や保証、損害賠償規定を最終契約書に盛り込む交渉を行う必要があります。そうは言っても、なかなか反映させにくい事項もでてきてしまうのも事実です。そのような場合であっても、買い手は根気よく売り手と交渉し、徹底的にリスクを洗い出してください。と申しませぬ、そもそもM&Aは非常にリスクが高く、金額も多額となる投資で、この投資は失敗の確率の方が成功の確率よりもずっと高いのです。そして、失敗の原因の大きなものは、買収価格が高すぎることでリスクの洗い出しが不十分なことです。ディールの成立まではあと少しです。ここで油断したり、あきらめることなく、根気よく頑張ってください。

M&A 最終契約書

最終契約書についてです。

トップ同士があらかじめ合併比率などについて、おおよその合意がありますとデューデリジェンス（以下DD）の結果はあまり参考にされない場合があります。公開会社で、会計監査を受けている場合はそのような傾向は増します。ただ、会計監査とDDの観点は異なりますから、会計監査で適正意見が出ているからリスクはないと判断しない方が宜しいかと思います。DDで発見された様々なリスクは交渉を経て、最終契約書に反映されることとなります。

具体的に最終契約書に盛り込まれる内容は以下のようなものです。

① 売買の対象物、価格、支払条件

譲渡対象物が株式なのか、事業譲渡なのか、株式ならばその株数、事業譲渡ならば、譲渡される事業の範囲です。代金は通常は銀行への振込みですが、その支払回数も、一括で払うのか、分割するのか。支払時期も、最終契約書締結後にすぐ支払うのか、一定期間おいて支払うのか、ということも記載します。譲渡代金の一部を金融機関に預けておいて、一定期間期間後に清算する（エスクロー）場合もあります。これは、損害賠償などのリスクを回避したり、買収価格の修正の清算に使います。

② 表明保証

これは売り手が買い手に対して、追加的な債務が存在しないことを保証する条項です。この表明保証

したにもかかわらず、追加的な債務が発生した場合には、売り手は損害賠償の責任があります。この損害賠償の規定は通常期間が設けられます。もちろん、買い手からすれば長ければ長いほどいいのですが、通常は1~2年です。また、金額についても、上限を設ける場合があります。しかし、最も多いのは損害賠償金額は全額というものだと思います。

③善管注意義務

これは契約調印日とクロージングの日まで日数がある場合に、売り手が誠実に義務を果たし、賃金水準を大幅に上げたり、増資や減資など企業価値に重大な影響を及ぼす行動をしないようにするものです。

④競業禁止義務

これは、買い手が対象企業を買っても、売り手が同業種の会社を再び設立したのでは、買収の意味がありません。そこで、買い手は売り手は同業種の事業を行ってはならないとします。この制限に期間や場所を特定する場合がありますが、通常は期間は10~20年程度で、地域の限定はおこないません。

そのほかにも、保証債務の解消（オーナーの個人保証）や秘密保持を条項に入れる場合があります。

M&A クロージング

クロージングについてです。

クロージングと言うのは、最終契約書に記載されている事項を遂行するフェーズで、具体的には株券の引渡しと売買代金の決済です（もちろん、株券不発行の会社ならば売買代金の決済のみです）。第三者割当増資になれば、株式代金の払込と新株発行です。このクロージング日と最終契約書の締結日とが一致している場合もあれば、一定期間ずれる場合もあります。このずれる場合には買収価格の修正が行われます。一般的な修正方法は、買収価格基準日の純資産額と、クロージング日の純資産額を比較して、その差額を調整するというものです。

例えば、評価基準日の純資産が100として、クロージング日の純資産が85とします。この場合は、 $100-85=15$ だけ価値の減少が見られます。最終契約書の買収価格は営業権を考慮して150としますと、 $150-15=135$ となり、これが修正後の買収価格です。

なぜ、このような調整が必要かといいますと、①期間損益の調整と②巨額配当の防止のためです。

①期間損益の調整とは、クロージング日までは会社は売り手のものですので、それまでの損益も当然に売り手に帰属すると考えられます。そこで、その分を最終価格に調整します。

②巨額配当の防止とは、悪意のある売り手が、最終契約日以降、クロージング日までに配当を行ってしまったにもかかわらず、最終契約書の買収価格で変更できないとなると、売り手にとっては、貴重な経営資源の流出を防ぐ手段がなくなります。そこで、あらかじめ、こうした事項を防ぐために、最終価格の調整を行うこととします。

ちなみに価格の修正については、価値の下落する場合のみ調整する場合（価値が上昇した場合には価格修正を行わない）や価値の修正の金額に一定の基準を設けて、一定額以上の場合にのみ修正を行うとする場合もあります。これらはなるべく、価格修正という煩雑な手続きを回避しようとするものです。

また、クロージング日の純資産を確定するためにクロージング監査を行います。通常は、これは売り手の財務デューデリジェンスを行った監査法人や会計士が行います。すべてのBS項目の調査はお金も時間もかかるので、重要な項目のみに限定して調査する場合があります。

こうして、クロージングが実施されたら、後は株主名簿を書き換えたり、株主総会で役員を変更したり、代表取締役を変更したり、登記を行ったりする必要があります。これまでが、買収作業に一つの区切りです。売り手はこれでバイバイすることもありますし、時には会長などとして、しばらく中に残る場合もあります。もちろん、買い手にとってはこれからが本番となります。

& A 資金調達の方法

M&Aにおける資金調達の話です。

M&Aはその買収企業の価値にもよりますが、通常は数億円以上です。数億円をポンと何の躊躇もなく払えるところは良いのですが、普通はそうではありません。そうしますと、M&Aの資金をどうするのか、ということはとても重要です。このM&Aの買収資金の調達についての考え方を整理しますと、3つあります。

- ①買収資金がいらぬ方法
- ②自己資本でまかなう方法
- ③他人資本でまかなう方法

①買収資金が要らない方法とは、買収会社が、被買収会社の株式等の対価として、現金を支払わない方法ということです。これが可能なスキームとしては合併、株式交換、会社分割があげられます。いずれも、対価としては買収会社の株式となります。これは、キャッシュが流出せず、資金負担が少な

くて素晴らしいという面がありますが、一方で、買収会社の株主構成が変化することになります（株主によっては、現在の株主構成の変化よりも、対価として現金を支払うことを望む場合もありますが、その場合には、会社法の改正を受けて、株式でなく現金で支払うことも可能です）。

②自己資本でまかなう方法とは、買収会社が、被買収会社の株式等の対価としての資金を、内部留保や増資でまかなう方法です。

内部留保でまかなうと言う場合は、その中でも流動性のある資金となります。流動性のあるとは実際に、いつでも使用可能な、ある意味で余剰の資金です。固定化された内部留保は実際には他の固定資産に転換されていますから、利用したくても利用できません。

増資とは、第三者割当増資（特定の人から）または公募（一般から）により株主から資金を集めることです。この場合は、買収資金を得るために、自分の会社を売るという矛盾が生じます。この場合には、増資プレミアムが得られる可能性があり、その場合には少ない株式数で大量の資金調達が可能です。ただし安定株主対策が不可欠です。

③他人資本による調達とは、買収会社が、被買収会社の株式等の対価としての資金を、借入金や社債でまかなう方法です。

借入金による買収資金の調達は以前ほど見られません。これはバブル崩壊を受けて、借入金の増加→支払利息の増加→利益減少→財務体質の悪化となるとして、なるべく企業は借入金を少なくしようとしています。社債についても借入金とは基本的に同じです。

当たり前ですが、資金負担という点から言えば、①が一番良くて、次に②を検討し、最後に③です。

M&A LBO

LBO（レバレッジド・バイアウト）についてです。

LBOとは、会社を買収するに当たって、その買収資金を大半を有利子負債でまかない、この有利子負債を買収された会社のキャッシュフローで返済するというM&Aのファイナンス手法のことをいいます。MBO（マネジメント・バイアウト）とは、会社経営幹部が自らLBOを活用する場合のことをいいます。

ちなみにレバレッジとは槌子（てこ）のことですが、借入金を利用して、より大きな投資を行うことをいいます。少し、分かりづらいかもかもしれませんが、自己資金100の投資で得られる利益10とすると、他人資本（借入金）200を追加で利用して、利益をより大きく25にする、というイメージです。この借入金が槌子の原理のように利益を大きくするので、「レバレッジ」などと言われます。

典型的なステップは以前に記載した通りです。

①ファンドなどが受け皿となる会社SPCを設立する。

②受け皿会社が資金調達を行う。

この場合の借入金は通常はノンリコースローン（対象会社の株式と対象会社の資産のみが担保であり、SPCの出資投資家は担保保証をしない）です。

③SPCは借入金と出資金を原資として、対象会社の株式を買い取って100%子会社とする。

④SPCが対象会社を吸収合併する。

SPCの借入金は、対象会社のキャッシュフローで返済されることとなります。

数字を入れてみます。対象会社の総資産20億円、総負債12億円、純資産8億円で、株価は10億円とします。つまりのれんが2億円です。SPCの資本金は3億円、借入金を7億円とします。以下簡便に仕訳を記載します。

①SPC設立する。

現金 3億円 / 資本金 3億円

②7億円を資金調達する。

現金 7億円 / 借入金 7億円

③対象会社の株式を100%買取る。

対象会社株式 10億円 / 現金 10億円

④SPCが吸収合併する。

総資産 20億円 / 総負債 12億円

のれん 2億円 対象会社株式 10億円

最終的なBSです。

(資産)		(負債)	
資産	20億円	借入金	7億円
のれん	2億円	負債	12億円
		資本金	3億円

買収調達金である借入金を、買収会社の営業キャッシュフローで返済しますので、よほどの優良会社でないとなかなか困難です。

M&A MBO

M & Aの際に時々使われるMBO (Management Buy Out)についてです。

このMBOについては、新聞にも載ることがあるので、ご存知の方もいらっしゃると思います。ポッカやすかいらーく、レックス・ホールディングやサイバードホールディングスもMBOで非上場化しました。しかし、MBOは非上場にするためだけに使われるのではなく、中小企業のM&Aにも使われます。このMBOの典型的なステップは以下の通りです。

- ①経営幹部（創業者ではなく、株式をあまり持っていない幹部）が受け皿となる会社を設立する。
- ②受け皿会社が資金調達を行い、対象会社の株式を買い取って100%子会社とする。
- ③受け皿会社と対象会社が合併する。

このように書くと誰もが簡単にMBOにより、会社を手に入れられるように思ってしまうかもしれませんが、実際には経営幹部自身でお金を用意することは通常はできないので、ファンドや銀行が絡みます。このファンドや銀行が受け皿会社の資本金と借入金の大半を用意します。従いまして、経営幹部は実際には支配権を持つことは通常はありません。実質はファンドが対象会社の支配権をもつことになります。それでも経営幹部は少ない負担で会社を自ら運営できますし、対象会社がIPOすればキャピタルゲインを得ることができます。売主である創業者にとっても、会社のことをよく知っている経営幹部が会社を継いでくれることは安心できます。従業員も見ず知らずの会社の社長がやってくるよりも、ずっと安心です。

しかし、中小企業におけるMBOの利用はあまり行われていません。それには理由があります。

まず、第一に借入金の多い会社ではMBOは不可能です。対象会社の買収資金として、受け皿会社の資本金と借入金がありますが、そのうち借入金の割合の方が高いのが、一般的です。このような場合に、対象会社の借入金が多いと、受け皿会社の借入金も合算されるので、借入金が非常に多額となり、それを返済していただくだけのキャッシュフローが対象会社には通常はありません。そうした状況が分かっていると貸し付ける金融機関はありませんので、ディールが成立しなくなります。

次に経営者となりうる経営幹部が育っている中小企業はあまりありません。中小企業の多くが、創業者の力が圧倒的に強く、経営幹部はあまり意見を言えるような状態ではありません。そのような状態では、経営者候補の養成がほとんど不可能です。優秀な経営者候補がいなくてはMBOは成立しません。

更に中小企業の規模の小ささが挙げられます。ファンドにとって、ひとつの案件に費やす時間は、案

件の金額的な大きさとそれほど関係があるわけではありません。そうであるならば、なるべく大きな案件に投資して、ファンドの管理コストを節約したいと考えます。つまり、中小企業は小さすぎて、ファンドが投資を敬遠するのです。

上記の要件をクリアできる中小企業はあまり存在しません。ですから、中小企業のオーナーの出口としてのMBOはなかなか困難です。更にいやなことを言えば、ファンドは投資に対しては非常にシビアですから、事業会社よりも価格付けは低くなります。また、経営幹部も株式を購入しますので、彼らは完全に外部ではありませんから、創業者からすれば温情もあり価格は安くなります。つまり、お金のことを言えば第三者に売却したほうが有利なのです。また、当たり前ですが、ファンドは数年後にはIPOしてもしなくても、他社や他ファンドに株式を売却しますので、持ち主は必ず変わることとなります。安定的な株主とは言えません。経営陣が残っても、安定的な経営環境が確保されているわけでは決してありません。こうした様々な事を踏まえた上で、MBOが最善であるとの結論に達して実施されることとなる中小企業のMBOは、案件としてはそれほど多くないようです。

M&A ディールの失敗と統合作業

M&Aの6,7割が失敗していると言われていています。この原因としては、買収価格が高すぎるというものがありますが、それ以外に両社の統合作業の失敗があります。むしろ、後者の方が多いのではないのでしょうか。

統合作業の失敗のパターンとして、①事業の統合があまりにも時間がかかり、統合効果がなかなか表れない、②急激に統合計画を推し進めようとして、決定的な対立関係を生じさせる、というものがあります。

①は、日本に多い対等合併に多く見られるものですね。みなさんも聞いたことがあると思いますが、たすきがけ人事や重複する制度、過剰な設備が残されたままで、数年間も実質的な統合作業が行われない場合があります。M&Aとはよく時間を買うといわれますが、これではあまり意味が無いですね。

②は、買収会社が所有者であると言う資本の論理をあまりにも強く前面に押し出し、統合作業を急ぐので、この作業についていけず、大量の退職者がでたり、優良顧客が離れていってしまう場合のことです。

どちらもM&Aは失敗と言えますね。M&Aと言いますと、買った買われたというディールそのものが前面にでますが、本当はこのディール後のプロジェクトマネジメントの仕組みがとても大切だと思います。

M & A 統合作業に必要な観点

M & Aの統合作業における注意すべき観点を挙げるとすると主に3つだと思います。

- ①法的、基礎的要件の充足という観点
- ②組織や人事、戦略という観点
- ③意思の疎通・コミュニケーションという観点

①は、M & Aを法的に成立させるための取締役会や株主総会の開催、登記、届出、その他の許認可等の行政上の手続き、情報開示の準備作業です。他にも会計処理方法の統一などもあります。また、社名変更に伴う名刺や印刷物等の手配もあります。

②は、売上・コスト・研究開発等のシナジーを実現させるため、新会社の組織の決定や人事戦略、経営計画の策定などが含まれます。例えば、売上シナジーならば、被買収会社の商品を買収会社の顧客に販売するクロスセリングや、ブランドの利用があります。コストシナジーならば、営業拠点や生産拠点の統廃合や一括購入による価格交渉力の強化を図ったり、間接部門、物流コストを削減したりします。

③は、従業員の不安や不満を不信を最小化するため、様々な方法でコミュニケーションを行い、モチベーションを高め、業務効率を落とさせないことを目的とします。

これらの観点から、スケジュールを作成し、プロジェクトマネジメントを行う必要があります。

①は合併期日や対価の支払日で、一般的にはクロージング日を目標に行われます。②、③は買収前から準備を進めながら、一定の期日（クロージング日より3ヶ月程度後）を1つの目安として、実行していきます。その際には、効果が割合早く表れて、実行が容易なものを優先的に選択しながら、実行していく必要があります。その中で成功体験を積み上げていくことが効果的です。また、この統合作業を進めながら、数値の面からも、チェックする必要があります。買収する際に、これだけ得られると予測した売上げや利益やその他の投資判断の基準値がクリアしているかどうか、しっかりとモニタリングして、M & Aが本当に成功しているのかどうか確認する作業が必要です。そうしないと、買収した行為に対する評価が正確にできません。どのような投資もP D C Aが効果的です。

M & A コミュニケーションの重要性

統合作業におけるコミュニケーションの重要性についてです。

前回、注意すべき観点としてコミュニケーションをあげましたが、これが上手くいかないとM&Aが失敗する確率は高くなります。実際に、買い手の経営陣のやり方等に反感をもった売り手の会社の幹部達が抜けてしまい、経営が立ち行かなくなる場合があります。特に中小企業においては、一人のキーパーソンの役割が非常に重要な場合がありますので、コミュニケーションの重要性は大企業よりも大きいと思います。当たり前ですが、買い手の立場を前面に出した無礼な言動や傲慢な態度は言語道断です。

このコミュニケーションの手段はいろいろあります。会議、説明会、メール配信、HP上の文章、ロゴマーク・社名の変更とともに配布するグッズ、パーティ、飲み会などです。

とりあえず、買い手が売り手企業でまず最初に、従業員の方々の不安を解消させるような挨拶をする必要があります。話す内容は買い手企業の説明や、当該M&Aの目的、経営方針やビジョン、従業員の待遇などです。

この挨拶が済んだら、従業員の方々と新経営陣とでフォーマルでもインフォーマルでも、コミュニケーションを深めるための会合、懇親会などを開く必要があります。時には、ランチを一緒に食べたり（餌付けセッション）、就業時間後は飲みに行ったり（飲みセッション）、親睦旅行することなども有効だと思います。こうした機会を通じて、今後の経営方針を伝えたり、従業員の不安や不満を聞いてあげることが重要です。

どちらの側でも、不都合なことを隠し立てしたりせずに、継続的に双方向でのコミュニケーションを、誠実に実行していくことだけだと思います

M&A パーチェス・プライス・アロケーション

パーチェス・プライス・アロケーションについてです。

これは買収した会社がM&Aに係わる取得原価を、被買収会社の資産及び負債に配分する作業です。例えば、買収会社が株価 100 円の株式を、M&Aに際して 1000 株発行したとすると、取得価額は 100 円×1000 株=100,000 円が取得原価です。この取得原価を被買収会社の企業結合日時点の時価を基礎として、被買収会社から取得した資産及び負債に配分します。この配分作業のことをパーチェス・プライス・アロケーションといいます。

このパーチェス・プライス・アロケーションで最も話題となっているのは無形資産の評価です。アメ

リカでは2001年から導入されていますが、日本ではこの2006年の企業結合会計からです。企業結合会計では、被買収会社のBSにない無形固定資産であっても、法律上の権利や分離譲渡可能ならば、無形資産を計上できることとなっています。例えば、開発の最終段階にある研究開発活動や特許権や商標権、フランチャイズ契約、顧客リストやデータベースなども含まれます。しかし、これを算定するのは現実にはなかなか困難な場合もあります。これらは、一般的には過去のコストの累計から算定するコストアプローチや実際の市場取引額を参考にするマーケットアプローチ、将来の経済的便益の合計の現在価値としてのインカムアプローチなどを用いて、算定します。一般的にはインカムアプローチが最も多く採用されていると思います。このインカムアプローチを利用して、商標権を10000と評価したとします。他の資産・負債は、現金10000、売掛金55000、貸付金35000、建物60000、機械装置20000、土地35000、投資有価証券10000、買掛金30000、未払金10000、借入金20000とします。

この場合、純資産は $10000+10000+55000+35000+60000+20000+35000+10000-30000-10000-20000=95000$ となります。したがって、 $100000-95000=5000$ が識別不能な超過収益力としてののれんとなります。

原則として、日本の結合会計もパーチェスとなりましたから、こうした処理が必要となります。この取得原価の配分作業は企業結合会計基準上は企業結合日後1年以内に行えば良いのですが、四半期開示がある場合には、なるべく早い段階での確定が必要とされます。こうしたパーチェス・プライス・アロケーションのお手伝いも監査法人や会計事務所のお手伝いの範疇に入っています。

M&A セルサイドデューデリジェンス

セルサイド・デューデリジェンス（以下、DD）についてです。

通常のDDは買い手が実施するものです。このバイサイドDDは、買い手は対象会社のリスクを知りませんので、それをよく把握し、見極めるために行われます。

一方で、セルサイドDDというのは、その名の通り、買い手ではなくて、売り手が自社に対して行うDDのことを言います。なぜ、売り手にDDが必要かと申しますと、買い手のDDに十分に対処できるように、あらかじめ自社の問題点を把握して、その対策を講じることによって、M&Aを効率よくスムーズに行われるようにするためです。

従来、M&Aにおける売り手は、会社内部の人材で、売却の準備を進めるのが普通でした。しかし、M&Aはそう頻繁に行われるものでないため、会社内部にノウハウ等の蓄積が無く、交渉がいたずらに長引き、企業価値の下落を招いた事例もありました。現実に行われている中小企業のM&Aでは、買い手のDDしか行われないことがほとんどです。一方で、買い手のDDに十分に耐えるほどの能力、知識を有した人材はそれほどおりません。そこで、外部専門家に自社のDDを実施して、あら

はじめ問題点を把握し、交渉を有利にすすめることが可能になります。

具体的なセルサイドDDの役割ですが、基本的には①買い手の関心事項に対する事前準備（問題になりそうな点を抽出し、それに対する解答を用意しておく）ですが、外部専門家を利用した場合には②資料の作成支援やアドバイス、③会計・税務面でのアドバイスなどもその役割となります。

もう少し踏み込みますと以下のようなことをします。

①過去の非継続取引を明確にする。

これは買い手が、スムーズに価格付けをでき、より評価額を高めさせるためのものです。例えば、退職給付引当金や貸倒引当金などの計上方針や間接費の配賦方法の計上方針などの変更、リストラのための一時的な費用の明確化や子会社の売却や事業譲渡につきものの管理部門の経費の明確化などが挙げられます。これらの問題点をあらかじめ、検討しておき、評価額を高めさせるようにします。

②将来の事業計画の再検討する。

事業計画は評価額に直接関連するものです。この事業計画が過去の実績とスムーズにつながるようにして、買い手を納得させる必要があります。この過去と将来の調整を行い、評価額を高めさせるようにします。

③会計・税務の問題点やリスクの評価

税務上のリスクや買収後予想される会計処理の変更をあらかじめ認識しておきます。

④人事問題の検討

人事に関連する問題点をあらかじめ把握し、コストに与えるインパクトを認識します。また調整のための具体案を準備しておきます。これも交渉をなるべくスムーズに終わらせるためです。

こうしたセルサイドDDを実施して、M&Aを遂行するのと、行き当たりばったりで行うのとでは、交渉のスピードや心理的な余裕など多くの面で異なってきます。セルサイドの場合は、経営者の方々はセルサイドDDも考えてみてください